**Введение**

Данная работа ставит целью изучение такого неразработанного у нас вопроса, как слияния и поглощения. Рассматриваются теоретические аспекты проведения слияний и поглощений, основные их классификации, а также анализируются возможные пути оценки эффективности слияний и поглощений.

Актуальность данной работы обусловлена тем, что в той неблагоприятной экономической обстановке. которая сложилась на сегодняшний день в России, перед отечественными компаниями как никогда остро стоит проблема преодоления кризисной ситуации путем применения конкретных и эффективных мер. Возникает потребность поиска действенных технологий по выходу из состояния кризиса на предприятии, необходимость освоения современных методов реструктуризации собственности. В этом свете деятельность по слияниям и поглощениям как один из основных элементов реструктуризации, ее заключительное звено, ставящее целью изменение структуры собственности, заслуживает особого изучения.

В работе использованы материалы периодических изданий, монографии специалистов в области корпоративных финансов, а также иностранные источники.

# **Слияния и поглощения компаний**

Основные принципы развития крупных компаний в 80-е годы – экономия, гибкость, маневренность и компактность – во второй половине 90-х годов сменились ориентацией на экспансию и рост. Крупные компании стремятся изыскивать дополнительные источники расширения своей деятельности, среди которых одним из наиболее популярных является слияние и поглощение компаний. Слияние – один из самых распространенных приемов развития, к которому прибегают в настоящее время даже очень успешные компании. Этот процесс в рыночных условиях становится явлением обычным, практически повседневным.

Немногие проблемы экономической теории и практики вызывают более жаркие дискуссии, чем проблемы слияния и поглощения компаний. Сталкиваются абсолютно противоположные точки зрения на целесообразность и эффективность подобной реструктуризации компаний: некоторые рассматривают слияния как важный источник повышения результативности деятельности компаний; другие считают их только отражением властных инстинктов менеджеров, чье стремление снижает, а не повышает эффективность компании.

Но какие бы не существовали мнения по этому вопросу, слияния и поглощения компаний – это объективная реальность, которую необходимо исследовать, анализировать и делать соответствующие выводы, позволяющие не повторять ошибки, уже пройденные и неоднократно другими.

Мировой опыт корпоративного менеджмента и, прежде всего, американский, в области реструктуризации компаний безусловно будет весьма полезным для вновь создаваемых и действующих российских корпораций и вполне применимым в практической деятельности.

По прогнозам специалистов, российской экономике в ближайшее время не грозит бум корпоративных слияний, подобный по масштабам западным или американским аналогам. Хотя в 1998 году о своем намерении объединиться было сделано немало громких заявлений со стороны российских компаний, прогнозируется, что наиболее распространено будет не их слияние, и их поглощение, причем вернее всего иностранными компаниями.

В этих условиях очень важно уметь ориентироваться в типах слияний компаний, выявлять основные цели, которые преследуют стороны при заключении сделки слияния или поглощения компаний, оценивать эффективность такой сделки и ее возможные последствия. Если же компании грозит поглощение другой фирмой, то к этому процессу надо очень хорошо подготовиться: или своевременно принять против захватные меры, достаточно активно апробированные в мировой практике, или же своими действиями добиться выгодных для себя условий поглощения, памятуя о том, что в большинстве случаев, как это не парадоксально, в результате такой сделки выигрывает не поглощающая, а поглощаемая компания. Надо только постараться увеличить этот выигрыш!

Прежде чем перейти к вопросам, несомненно имеющим практическую значимость, определимся с особенностями терминологии, рассмотрим классификацию основных видов слияний и поглощений компаний и кратко остановимся на исторических аспектах данных процессов, уделив максимальное внимание современной волне слияний компаний.

Существуют определенные различия в толковании понятия “слияние компаний” в зарубежной теории и практике и в российском законодательстве.

*В соответствии с общепринятыми за рубежом подходами под* ***слиянием*** *подразумевается любое объединение хозяйствующих субъектов, в результате которого образуется единая экономическая единица из двух или более ранее существовавших структур.*

В соответствии же с российским законодательством под слиянием понимается реорганизация юридических лиц, при которой права и обязанности каждого из них переходят ко вновь возникшему юридическому лицу в соответствии с передаточным актом. Следовательно, необходимым условием оформления сделки слияния компаний является появление нового юридического лица, при этом новая компания образуется на основе двух или нескольких прежних фирм, утрачивающих полностью свое самостоятельное существование. Новая компания берет под свой контроль и управление все активы и обязательства перед клиентами компаний – своих составных частей, после чего последние распускаются. Например, если компания А объединяется с компаниями В и С, то в результате на рынке может появиться новая компания D (D=А+В+C), а все остальные ликвидируются.

В зарубежной же практике под слиянием может пониматься объединение нескольких фирм, в результате которого одна из них выживает, а остальные утрачивают свою самостоятельность и прекращают существование. В российском законодательстве этот случай попадает под термин “***присоединение***”, подразумевающий, что происходит прекращение деятельности одного или нескольких юридических лиц с передачей всех их прав и обязанностей обществу, к которому они присоединяются (А=А+В+С).

За рубежом понятия “слияния” и “поглощения” не имеют такого четкого разграничения, как в нашем законодательстве. Даже сами английские аналоги рассматриваемых понятий имеют неоднозначное значение:

Merger – поглощение (путем приобретения ценных бумаг или основного капитала), слияние (компаний);

Acquisition – приобретение (например, акций), поглощение (компании);

Merger and acquisitions – слияния и поглощения компаний.

***Поглощение компании*** можно определить как взятие одной компанией другой под свой контроль, управление ею с приобретением абсолютного или частичного права собственности на нее. Поглощение компании зачастую осуществляется путем скупки всех акций предприятия на бирже, означающей приобретение этого предприятия.

С юридической точки зрения существует достаточно большое количество способов объединения.

**Классификация основных типов слияний и поглощений компаний**

В современном корпоративном менеджменте можно выделить множество разнообразных типов слияния и поглощения компаний. Считаем, что в качестве наиболее важных признаков классификации этих процессов можно назвать (см. рис. 1):

* характер интеграции компаний;
* национальную принадлежность объединяемых компаний;
* отношение компаний к слияниям;
* способ объединения потенциала;
* условия слияния;
* механизм слияния.

Рисунок 1. Классификация типов слияний и поглощений компаний

Остановимся на наиболее часто встречающихся видах слияния компаний. В зависимости от характера интеграции компаний целесообразно выделять следующие виды:

* ***горизонтальные слияния*** – объединение компаний одной отрасли, производящих одно и то же изделие или осуществляющих одни и те же стадии производства;
* вертикальные слияния– объединение компаний разных отраслей, связанных технологическим процессом производства готового продукта, т.е. расширение компанией-покупателем своей деятельности либо на предыдущие производственные стадии, вплоть до источников сырья, либо на последующие – до конечного потребителя. Например, слияние горнодобывающих, металлургических и машиностроительных компаний;
* ***родовые слияния*** – объединение компаний, выпускающих взаимосвязанные товары. Например, фирма, производящая фотоаппараты, объединяется с фирмой, производящей фотопленку или химреактивы для фотографирования;
* ***конгломератные слияния*** – объединение компаний различных отраслей без наличия производственной общности, т.е. слияние такого типа – это слияние фирмы одной отрасли с фирмой другой отрасли, не являющейся ни поставщиком, ни потребителем, ни конкурентом. В рамках конгломерата объединяемые компании не имеют ни технологического, ни целевого единства с основной сферой деятельности фирмы-интегратора. Профилирующее производство в такого вида объединениях принимает расплывчатые очертания или исчезает вовсе.

В свою очередь можно выделить три разновидности конгломератных слияний:

* Слияния с расширением продуктовой линии (product line extension mergers), т.е. соединение неконкурирующих продуктов, каналы реализации и процесс производства которых похожи. В качестве примера можно привести приобретение компанией Procter & Gamble, ведущим производителем моющих средств, фирмы Clorox – производителя отбеливающих веществ для белья.
* Слияния с расширением рынка (market extension mergers), т.е. приобретение дополнительных каналов реализации продукции, например, супермаркетов, в географических районах, которые ранее не обслуживались.
* Чистые конгломератные слияния, не предполагающие никакой общности.

В зависимости от национальной принадлежности объединяемых компаний можно выделить два вида слияния компаний:

– ***национальные*** слияния – объединение компаний, находящихся в рамках одного государства;

– ***транснациональные*** слияния – слияния компаний, находящихся в разных странах (transnational merger), приобретение компаний в других странах (cross-border acquisition).

Учитывая глобализацию хозяйственной деятельности, в современных условиях характерной чертой становится слияние и поглощение не только компаний разных стран, но и транснациональных корпораций.

В зависимости от отношения управленческого персонала компаний к сделке по слиянию или поглощению компании можно выделить:

***дружественные слияния*** – слияния, при которых руководящий состав и акционеры приобретающей и приобретаемой (целевой, выбранной для покупки) компаний поддерживают данную сделку;

***враждебные слияния*** – слияния и поглощения, при которых руководящий состав целевой компании (компании-мишени) не согласен с готовящейся сделкой и осуществляет ряд противозахватных мероприятий. В этом случае приобретающей компании приходится вести на рынке ценных бумаг действия против целевой компании с целью ее поглощения.

В зависимости от способа объединения потенциала можно выделить следующие типы слияния:

***корпоративные альянсы*** – это объединение двух или нескольких компаний, сконцентрированное на конкретном отдельном направлении бизнеса, обеспечивающее получение синергетического эффекта только в этом направлении, в остальных же видах деятельности фирмы действуют самостоятельно. Компании для этих целей могут создавать совместные структуры, например, совместные предприятия;

***корпорации*** – этот тип слияния имеет место тогда, когда объединяются все активы вовлекаемых в сделку фирм.

В свою очередь, в зависимости от того, какой потенциал в ходе слияния объединяется, можно выделить:

производственные слияния – это слияния, при которых объединяются производственные мощности двух или нескольких компаний с целью получения синергетического эффекта за счет увеличения масштабов деятельности;

чисто финансовые слияния – это слияния, при которых объединившиеся компании не действуют как единое целое, при этом не ожидается существенной производственной экономии, но имеет место централизация финансовой политики, способствующая усилению позиций на рынке ценных бумаг, в финансировании инновационных проектов.

Слияния могут осуществляться на паритетных условиях (“пятьдесят на пятьдесят”). Однако накопленный опыт свидетельствует о том, что “модель равенства” является самым трудным вариантом интеграции. Любое слияние в результате может завершиться поглощением.

В зарубежной практике можно выделить также следующие виды слияний компаний:

1. слияние компаний, функционально связанных по линии производства или сбыта продукции (product extension merger);
2. слияние, в результате которого возникает новое юридическое лицо (statutory merger);
3. полное поглощение (full acquisition) или частичное поглощение (partial acquisition);
4. прямое слияние (outright merger);
5. слияние компаний, сопровождающееся обменом акций между участниками (stock-swap merger);
6. поглощение компании с присоединением активов по полной стоимости (purchase acquisition) и т.п.

Тип слияний зависит от ситуации на рынке, а также от стратегии деятельности компаний и ресурсов, которыми они располагают.

Слияния и поглощения компаний имеют свои особенности в разных странах или регионах мира. Так, например, в отличие от США, где происходят, прежде всего, слияния или поглощения крупных фирм, в Европе идет поглощение мелких и средних компаний, семейных фирм, небольших акционерных обществ смежных отраслей.

**Основные мотивы слияния и поглощений компаний**

Теория и практика современного корпоративного менеджмента выдвигает достаточно много причин для объяснения слияний и поглощений компаний. Выявление мотивов слияний очень важно, именно они отражают причины, по которым две или несколько компаний, объединившись, стоят дороже, чем по отдельности. А рост капитализированной стоимости объединенной компании является целью большинства слияний и поглощений.

Анализируя мировой опыт и систематизируя его, можно выделить следующие основные мотивы слияний и поглощений компаний (рис. 2).

Получение синергетического эффекта. Основная причина реструктуризации компаний в виде слияний и поглощений кроется в стремлении получить и усилить синергетический эффект, т.е. взаимодополняющее действие активов двух или нескольких предприятий, совокупный результат которого намного превышает сумму результатов отдельных действий этих компаний. Синергетический эффект в данном случае может возникнуть благодаря:

* экономии, обусловленной масштабами деятельности;
* комбинирования взаимодополняющих ресурсов;
* финансовой экономии за счет снижения трансакционных издержек;
* возросшей рыночной мощи из-за снижения конкуренции (мотив монополии);
* взаимодополняемости в области НИОКР.

Рис. 2. Основные мотивы слияний и поглощений компаний.

Экономия, обусловленная масштабами, достигается тогда, когда средняя величина издержек на единицу продукции снижается по мере увеличения объема производства продукции. Один из источников такой экономии заключается в распределении постоянных издержек на большее число единиц выпускаемой продукции. Основная идея экономии за счет масштаба состоит в том, чтобы выполнять больший объем работы на тех же мощностях, при той же численности работников, при той же системе распределения и т.д. Иными словами, увеличение объема позволяет более эффективно использовать имеющиеся в наличии ресурсы. Однако надо помнить, что существуют определенные пределы увеличения объема производства, при превышении которых издержки на производство могут существенно возрасти, что приведет к падению рентабельности производства.

Слияния и поглощения компаний могут порой обеспечивать экономию, полученную за счет централизации маркетинга, например, через объединение усилий и придание гибкости сбыту, возможности предлагать дистрибьюторам более широкий ассортимент продуктов, использовать общие рекламные материалы.

Получение экономии, обусловленной масштабами деятельности, особенно характерно для горизонтальных слияний. Но и при образовании конгломератов порой возможно ее достижение. В этом случае добиваются экономии, обусловленной масштабами, за счет устранения дублирования функций различных работников, централизации ряда услуг, таких как бухгалтерский учет, финансовый контроль, делопроизводство, повышение квалификации персонала и общее стратегическое управление компанией.

Но при этом необходимо отметить, что интегрировать поглощаемую компанию в действующую структуру обычно чрезвычайно сложно. Поэтому некоторые компании после слияния продолжают функционировать как совокупность отдельных и иногда даже конкурирующих подразделений, имеющих разную производственную инфраструктуру, научно-исследовательские и маркетинговые службы. Даже экономия за счет централизации отдельных функций управления может оказаться недостижимой. Сложная структура корпорации, прежде всего, конгломератного типа, наоборот, способна привести к увеличению численности административно-управленческого персонала.

Слияние может оказаться целесообразным, если две или несколько компаний располагают взаимодополняющими ресурсами. Каждая из них имеет то, что необходимо для другой, и поэтому их слияние может оказаться эффективным. Эти компании после объединения будут стоить дороже по сравнению с суммой их стоимостей до слияния, так как каждая приобретает то, что ей не хватало, причем получает эти ресурсы дешевле, чем они обошлись бы ей, если бы пришлось их создавать самостоятельно.

Слияния с целью получить взаимодополняющие ресурсы характерны как для крупных фирм, так и для малых предприятий. Зачастую объектом поглощения со стороны крупных компаний становятся малые предприятия, так как они способны обеспечивать недостающие компоненты для их успешного функционирования. Малые предприятия создают подчас уникальные продукты, но испытывают недостаток в производственных, технических и сбытовых структурах для организации крупномасштабного производства и реализации этих продуктов. Крупные компании, чаще всего, сами в состоянии создать необходимые им компоненты, но можно гораздо дешевле и быстрее получить к ним доступ, осуществив слияние с компанией, которая их уже производит.

Мотив монополии. Порой при слиянии, прежде всего, горизонтального типа, решающую роль играет (гласно или негласно) стремление достичь или усилить свое монопольное положение. Слияние в данном случае дает возможность компаниям обуздать ценовую конкуренцию: цены из-за конкуренции могут быть снижены настолько, что каждый из производителей получает минимальную прибыль. Однако антимонопольное законодательство ограничивает слияния с явными намерениями повысить цены. Иногда конкуренты могут быть приобретены и затем закрыты, потому что выгоднее выкупить их и устранить ценовую конкуренцию, чем опустить цены ниже средних переменных издержек, заставляя всех производителей нести существенные потери.

Выгоды от слияния могут быть получены в связи с экономией на дорогостоящих работах по разработке новых технологий и созданию новых видов продукции, а также на инвестициях в новые технологии и новые продукты. Одна фирма может иметь выдающихся исследователей, инженеров, программистов и т.д., но не обладать соответствующими производственными мощностями, сетью реализации, необходимыми для извлечения выгоды от новых продуктов, которые ими разрабатывались. Другая компания может иметь превосходные каналы сбыта, но ее работники лишены необходимого творческого потенциала. Вместе же обе компании способны плодотворно функционировать. Через слияния могут быть также соединены передовые научные идеи и денежные средства, необходимые для их реализации.

Молодые передовые в технологическом отношении отрасли, связанные с производством и использованием наукоемкой продукции, технологических новинок, сверхсложной техники, становятся главной сферой интересов слияний.

Повышение качества управления. Устранение неэффективности**.** Слияния и поглощения компаний могут ставить своей целью достижение дифференцированной эффективности, означающей, что управление активами одной из фирм было неэффективным, а после слияния активы корпорации станут более эффективно управляемыми.

При желании всегда можно найти компании, в которых возможности снижения затрат и повышения объемов продаж и прибыли остаются не до конца использованными, компании, страдающие от недостатка таланта или мотивации руководителей, т.е. компании, имеющие неэффективный аппарат управления. Такие компании становятся естественными кандидатами на поглощение со стороны фирм, имеющих более эффективные системы управления. В некоторых случаях “более эффективное управление” может означать просто необходимость болезненного сокращения персонала или реорганизации деятельности компании.

Практика подтверждает, что объектами поглощений, как правило, оказываются компании с невысокими экономическими показателями. Исследования показывают, что в поглощенных компаниях фактические нормы доходности были относительно низкими в течение нескольких лет до их присоединения к другим фирмам.

Безусловно, слияния и поглощения не следует считать единственно возможным средством совершенствования методов управления. Конечно, если реструктуризация позволит повысить качество управления, то это само по себе достаточно веский аргумент в ее пользу. Однако, порой можно переоценить свои возможности управлять более сложной организацией и иметь дело с незнакомыми технологиями и рынками. Тем не менее в некоторых ситуациях именно эти процедуры представляют собой наиболее простой и рациональный способ повышения качества управления. Ведь менеджеры, конечно же, не станут принимать решения об увольнении или понижении в должности самих себя за неэффективное управление, а акционеры крупных корпораций не всегда имеют возможность непосредственно влиять на решение вопросов о том, кто и как именно будет управлять корпорацией.

***Налоговые мотивы***. Действующее налоговое законодательство стимулирует порой слияния и поглощения, результатами которых являются снижение налогов или получение налоговых льгот. Например, высокоприбыльная фирма, несущая высокую налоговую нагрузку, может приобрести компанию с большими налоговыми льготами, которые будут использованы для созданной корпорации в целом.

У компании может иметься потенциальная возможность экономить на налоговых платежах в бюджет благодаря налоговым льготам, но уровень ее прибылей недостаточен, чтобы реально воспользоваться этим преимуществом.

Иногда после банкротства и соответствующей реорганизации компания может воспользоваться правом переноса понесенных ею убытков на облагаемую налогом прибыль будущих периодов. Правда, слияния, предпринятые исключительно ради этих целей, Налоговая служба США, например, расценивает как сомнительные, и применительно к ним принцип переноса убытков может быть отменен.

***Диверсификация производства. Возможность использования избыточных ресурсов.*** Очень часто причиной слияний и поглощений является диверсификация в другие виды бизнеса. Диверсификация помогает стабилизировать поток доходов, что выгодно и работникам данной компании, и поставщикам, и потребителям (через расширение ассортимента товаров и услуг).

Мотивом для слияния может стать появление у компании временно свободных ресурсов. Допустим, она действует в отрасли, находящейся в стадии зрелости. Компания создает крупные потоки денежных средств, но располагает незначительным выбором привлекательных инвестиционных возможностей. Поэтому часто подобные компании используют образовавшиеся излишки денежных средств для проведения слияний. В противном случае они сами могут стать объектом поглощения другими фирмами, которые найдут применение избыточным денежным средствам.

Этот мотив связан с надеждами на изменение структуры рынков или отраслей, с ориентацией на доступ к новым важным ресурсам и технологиям.

***Разница в рыночной цене компании и стоимости ее замещения***. Зачастую проще купить действующее предприятие, чем строить новое. Это целесообразно тогда, когда рыночная оценка имущественного комплекса целевой компании (компании-мишени) значительно меньше стоимости замены ее активов.

Разница в рыночной цене компании и стоимости ее замещения возникает из-за несовпадения рыночной и балансовой стоимости приобретаемой фирмы. Рыночная стоимость фирмы базируется на ее способности приносить доходы, чем и определяется экономическая ценность ее активов. Если говорить о справедливой оценке, то именно рыночная, а не балансовая стоимость будет отражать экономическую ценность ее активов, а, как показывает практика, рыночная стоимость очень часто оказывается меньше балансовой (инфляция, моральный и физический износ и т.п.).

***Разница между ликвидационной и текущей рыночной стоимостью (продажа “вразброс”).*** Иначе этот мотив можно сформулировать следующим образом: возможность “дешево купить и дорого продать”. Нередко ликвидационная стоимость компании выше ее текущей рыночной стоимости. В этом случае фирма, даже при условии приобретения ее по цене несколько выше текущей рыночной стоимости, в дальнейшем может быть продана “вразброс”, по частям, с получением продавцом значительного дохода (если активы фирмы могут быть использованы более эффективно при их продаже по частям другим компаниям, имеет место подобие синергии и синергетического эффекта). В целом если придерживаться точки зрения целесообразности, то ликвидация должна иметь место тогда, когда экономические приобретения перевешивают экономические потери.

***Личные мотивы менеджеров. Стремление увеличить политический вес руководства компании.*** Безусловно, что деловые решения относительно слияния и поглощения компаний основываются на экономической целесообразности. Однако есть примеры, когда подобные решения базируются скорее на личных мотивах управляющих, чем на экономическом анализе. Это связано с тем, что руководители компаний любят власть и претендуют на большую оплату труда, а границы власти и заработная плата находятся в определенной связи с размерами корпорации. Так, стремлению к увеличению масштабов компаний способствовало применение опционов как средства долгосрочного поощрения. Эти опционы составляли значительную часть оплаты менеджеров и были привязаны к стоимости капитала руководимой ими компании. В связи с этим существуют прямые стимулы использовать прибыль на приобретение все новых активов в любых сферах бизнеса.

Иногда причиной слияния компаний является самоуверенность руководителей, считающих, что предполагаемая сделка совершенна. Они проникаются азартом охоты, на которой добыча должна быть настигнута любой ценой. В итоге такие покупатели очень дорого платят за свои приобретения.

Помимо традиционных мотивов интеграции могут встречаться и специфические. Так, слияния для российских компаний представляют собой один из немногих способов противостояния экспансии на российский рынок более мощных западных конкурентов.

**Механизм слияний и поглощений компаний**

Для того, чтобы слияние или поглощение прошло успешно, необходимо:

 правильно выбрать организационную форму сделки;

 обеспечить четкое соответствие сделки антимонопольному законодательству;

 иметь достаточно финансовых ресурсов для объединения;

 в случае слияния быстро и мирно решить вопрос “кто главный”;

 максимально быстро включить в процесс слияния не только высший, но и средний управленческий персонал.

Возможны следующие организационные формы слияний и поглощений компаний:

 объединение двух или нескольких компаний, которое предполагает, что одна из участниц сделки принимает на свой баланс все активы и все обязательства другой компании. Для применения такой формы необходимо добиться одобрения сделки не менее, чем 50% акционеров компаний, которые участвуют в сделке (уставы корпораций и законы иногда устанавливают более высокую долю голосов, необходимых для одобрения сделки);

 объединение двух или нескольких компаний, которое предполагает, что создается новое юридическое лицо, которое принимает на свой баланс все активы и все обязательства объединяемых компаний. Для применения такой формы, также как и для предыдущей, необходимо добиться одобрения сделки не менее, чем 50% акционеров объединяемых компаний;

 покупка акций компании либо с оплатой в денежной форме, либо в обмен на акции или иные ценные бумаги поглощающей компании. В этом случае инициатор сделки может вести переговоры с акционерами интересующей его компании на индивидуальной основе. Одобрение и поддержка сделки менеджерами поглощаемой компании в этом случае не обязательны;

 покупка некоторых или всех активов компании. При этой организационной форме в отличие от предыдущей необходима передача прав собственности на активы, и деньги должны быть выплачены самой компании как хозяйственной единице, а не непосредственно ее акционерам.

Сделки по слиянию и поглощению компаний могут быть осуществлены следующим образом:

 компания Х покупает активы компании У с оплатой в денежной форме;

 компания Х покупает активы компании У с оплатой ценными бумагами, выпущенными компанией-покупателем;

 компания Х может купить контрольный пакет акций компании У, став при этом холдингом для компании У, которая продолжает функционировать как самостоятельная единица;

 проведение слияния компании Х и компании У на основе обмена акциями между ними;

 компания Х сливается с компанией У и в результате образуется новая компания Z. Акционеры компаний Х и У в определенной пропорции обменивают свои акции на акции компании Z.

Для того, чтобы слияние прошло успешно, еще при его планировании необходимо учесть требования антимонопольного законодательства. Все крупные слияния и поглощения подвергаются контролю уже на самых ранних этапах. В США, например, и Министерство юстиции, и Федеральная торговая комиссия наделены правом требовать постановления суда, приостанавливающего слияние. Правда, за последние годы на основе антимонопольного законодательства было отменено всего несколько сделок по слиянию, но такая угроза существует постоянно.

Поглощение компании может оказаться сделкой как подлежащей налогообложению, так и освобожденной от налогов. Если акционеры поглощаемой компании рассматриваются налоговыми органами как продавцы акций, то они должны платить налог на приращение капитала. Если же акционеров поглощаемой компании рассматривают как лиц, обменивающих старые акции на такие же новые, то ни прирост, ни потери капитала в этом варианте не принимаются во внимание.

Налоговый статус данной сделки оказывает влияние и на величину налогов, которые компания платит уже после поглощения. При признании сделки налогооблагаемой происходит переоценка активов присоединенной компании, и возникающее повышение или понижение их стоимости рассматривается как прибыль или убыток, подлежащие налогообложению. В случае признания самой сделки не подлежащей налогообложению объединенная компания рассматривается так, как если бы обе слившиеся компании существовали вместе вечно, поэтому сама сделка уже ничего не меняет в применении к ним налогового механизма.

**Анализ эффективности слияний и поглощений компаний**

Порой среди менеджеров существуют ошибочные мнения, что правила определения эффективности и привлекательности сделки по слиянию компаний просты. Достаточно приобрести фирму из растущей отрасли или купить ее по цене ниже балансовой стоимости.

Но все это совершенно не однозначно. При оценке эффективности такого вида реструктуризации компаний необходимо учитывать очень много факторов.

При покупке компании происходит инвестирование средств. Следовательно, можно применять основные принципы принятия решений о долгосрочных вложениях. Однако, оценка эффективности слияния или поглощения зачастую очень сложна, что связано со следующими моментами:

 необходимостью определения экономических выгод и издержек, расчета синергетического эффекта от слияния и поглощения компаний;

 необходимостью выявления как мотивов слияния, так и того, кто из участников вероятнее всего извлечет из него прибыли, а кто понесет убытки;

 возникновением при слияниях и поглощениях особых налоговых, правовых, кадровых и бухгалтерских проблем;

 необходимостью учитывать, что не все слияния и поглощения осуществляются на добровольных началах. В случае враждебных поглощений издержки на реализацию этой сделки могут существенно превысить прогнозируемые.

Покупка компании не сравнима с покупкой новой машины, оборудования, первая из них гораздо более сложная. Для оценки эффективности такой сделки используются различные подходы. Очень часто анализ слияния или поглощения начинают с прогноза будущих потоков денежных средств компании, которую собираются присоединить. В такой прогноз включают любое увеличение доходов или снижение затрат, обусловленное слиянием или поглощением, и затем дисконтируют эти суммы и сравнивают полученный результат с ценой покупки. В этом случае ожидаемая чистая выгода рассчитывается как разница дисконтированного потока денежных средств приобретаемой компании, включая выгоды слияния или поглощения, и денежных средств, необходимых для осуществления этой сделки.

Если приведенная стоимость ожидаемого от слияния приростного денежного потока превышает цену, которую следует заплатить за приобретаемую фирму, то приобретающей фирме можно совершать покупку.

В этом случае анализ эффективности слияния или поглощения компаний предусматривает:

 прогнозирование денежного потока;

 определение уровня дисконтной ставки или цены капитала для оценки прогнозируемого денежного потока;

 оценку реальной стоимости приобретаемой фирмы;

 сравнительный анализ полученных данных.

Рассмотренный выше подход не всегда дает объективные результаты. Даже хорошо подготовленный аналитик может допустить серьезные просчеты в оценке стоимости компании. Ожидаемая чистая выгода может оказаться положительной, но вовсе не потому, что данное слияние действительно эффективно, а лишь из-за того, что слишком оптимистично оцениваются будущие потоки денежных средств компании, которая выбрана в качестве мишени. С другой стороны, действительно целесообразное слияние может и не состояться, если будет недооценен потенциал поглощаемой компании.

Целесообразнее сначала понять, почему две или несколько компаний, объединившись, будут стоить дороже, чем по отдельности, оценить возможные при этом экономические выгоды и издержки.

***Экономические выгоды*** от слияния возникают только тогда, когда рыночная стоимость компании, созданной в результате слияния или поглощения, выше, чем сумма рыночных стоимостей образующих ее фирм до их объединения.

Эти выгоды и представляют собой синергетический эффект, о котором очень много говорилось при рассмотрении мотивов слияний и поглощений компаний. Расчет синергетического эффекта представляет собой одну из самых сложных задач при анализе эффективности слияний.

В случае наличия синергетического эффекта слияние или поглощение считается экономически оправданным и можно переходить к оценке ***издержек*** для его осуществления.

Если предположить, что при приобретении целевой компании происходит немедленная оплата ее рыночной стоимости, то издержки приобретения компании можно определить как разность между уплаченными за нее денежными средствами и рыночной стоимостью компании.

Издержки, возникшие в процессе слияния, представляют собой премию, или надбавку, которую покупающая компания платит за целевую фирму сверх ее стоимости как отдельной экономической единицы.

На эту величину акционеры или собственники поглощаемой компании получат больше в сравнении с рыночной стоимостью их компании. Но то, что для них является выигрышем, для акционеров поглощающей компании составляет издержки. В большинстве случаев, правда, выигрыш для целевой (поглощаемой) компании ниже, чем издержки поглощающей компании, так как определенные суммы выплачены инвестиционным банкам, консультантам, адвокатам, бухгалтерам.

***Чистая приведенная стоимость*** для поглощающей компании, возникающая от поглощения другой фирмы, измеряется разностью между вышеназванными выгодами и издержками.

В случае, если чистая приведенная стоимость от сделки по слиянию или поглощению компании является положительной, то соответствующая сделка экономически обоснована и можно рекомендовать ее проводить.

В ходе анализа эффективности слияний и поглощений компаний представляется целесообразным оценивать возможную реакцию инвесторов. Если курс акций поглощающей компании упадет после объявления о предстоящей сделке, это будет означать, что инвесторы, по существу, подают ее менеджерам сигнал о том, что по их мнению, выгоды поглощения сомнительны или что поглощающая компания собирается уплатить за целевую компанию дороже, чем требуется.

Кроме того, необходимо иметь в виду, что в процессе покупки компании часто возникает ситуация, похожая на аукцион, т.е. фирмы-покупатели конкурируют друг с другом. Необходимо быть очень осмотрительными, принимая решение об участии в таком “аукционе”. Победа в нем может обойтись дороже, чем поражение. В случае проигрыша может быть потеряно только время, а в случае победы за купленную компанию может быть заплачено слишком дорого.

**Последствия слияния и поглощения компаний**

Слияния могут повысить эффективность объединившихся компаний, но они же могут и ухудшить результаты текущей производственной деятельности, усилить бремя бюрократии. Чаще всего очень сложно заранее оценить, насколько велики могут быть изменения, вызванные слиянием или поглощением. Но и результаты множества исследований по измерению чистого эффекта уже произведенных слияний и поглощений дают очень противоречивые, зачастую абсолютно противоположные, выводы.

По данным Mergers & Acquisitions Journal, 61% всех слияний и поглощений компаний не окупает вложенных в них средств. А исследование 300 слияний, происшедших за последние 10 лет, проведенное Price Waterhouse, показало, что 57% компаний, образовавшихся в результате слияния или поглощения, отстают по показателям своего развития от других аналогичных представителей данного рынка и вынуждены вновь разделяться на самостоятельные корпоративные единицы.

**Оценка эффекта синергизма**

Девяностые годы ХХ в. - начало ХХI в. стали временем бума слияний и поглощений, сделав эту форму корпоративных стратегий инвестирования наиболее значимой в политике современных компаний. По данным ЮНКТАД, за период 1980 - 1999 гг. ежегодные темпы прироста объемов данных сделок составили 42%, при этом было заключено более 24 тыс. подобных сделок. Слияния и поглощения (M&A) выступают одним из основных инструментов глобализации, которая на уровне корпоративного строительства проявляется в формировании глобальных корпораций, построении глобальных брендов. В сфере М&A сосредоточены инвестиционные стратегии крупнейших ТНК современности: так были образованы промышленные гиганты US Steel, General Motors, Eastman Kodak. Согласно статистике ООН, большая часть прямых иностранных инвестиций приходится именно на такие сделки.

Эффект синергизма следует рассматривать как инструмент отбора перспективных сделок M&A. При необходимости выбора из нескольких вариантов компаний – объектов для поглощения оптимальным будет считаться выбор той компании-цели, приобретение которой обеспечит компании-покупателю достижение наибольшего синергетического эффекта. Если же компания-цель является единственным кандидатом для заключения подобной сделки, то решение о ее приобретении будет зависеть от того, возможно ли в принципе добиться положительного эффекта синергии (при утвердительном ответе сделка признается перспективной и целесообразной для заключения) или, напротив, с учетом всех особенностей сделки и по результатам оценки всех возможных в данной ситуации синергий и сопоставления их с затратами на проведение сделки компания в итоге выходит на отрицательное значение эффекта синергии (в этом случае компания-покупатель, несмотря на возможность достижения отдельных положительных эффектов, должна отказаться от проведения сделки M&A, так как совокупный эффект синергизма окажется отрицательным и приведет к снижению комбинированной стоимости обеих фирм). В связи с этим, следует отметить необходимость оценки эффекта синергизма как одного из важнейших критериев принятия решения о проведении сделок M&A.

Прежде всего, следует отметить тот факт, что, как показали исследования отечественных и зарубежных экономистов, эффект синергизма действительно присутствует при заключении сделок M&A, причем чем больший эффект синергии обеспечивает подобная сделка, тем более эффективной она оказывается с точки зрения деятельности объединенной компании и роста ее капитализации, а, соответственно, и роста благосостояния ее акционеров.

Так, А. Дамодаран отмечает, что, прежде чем принимать решение о покупке, следует учитывать эффект синергизма (совместного действия), комбинированной стоимости обеих фирм (фирмы-цели и фирмы-покупателя), синергия выступает как потенциальная дополнительная стоимость, появляющаяся в результате объединения двух фирм.

Т. Коупленд, Т. Колер, Дж. Муррин отмечают важность учета возможности достижения эффекта синергизма при разработке стратегии развития компаний путем проведения сделок по слиянию (поглощению). Под синергетическим эффектом от совместных действий они понимают «очевидную выгоду объединения бизнес-единиц», или «выгоду корпоративного центра».

Дж. Ван Хорн считает, что основной идеей при слияниях и поглощениях является создание стоимости: «Существует множество различных мотивов, побуждающих компанию предпринимать шаги, ведущие к изменению ее структуры. В основе всегда лежит стремление увеличить благосостояние акционеров». Американские специалисты по оценке бизнеса Эванс и Бишоп также отмечают, что стратегия слияний и поглощений поддерживает и дополняет важную цель, связанную с увеличением стоимости для акционеров, поэтому они покупают и продают компании только в том случае, если сделка создает для них стоимость.

Действительно, исследования доходности акций в периоды объявлений о слияниях содержат вывод, что в большинстве поглощений стоимость объединенной фирмы возрастает, и этот рост является значительным. Бредли, Десаи и Ким (1988 г.) изучали выборку из 236 межфирменных тендерных предложений в период 1963 - 1984 гг. и обнаружили, что после сообщения о слиянии объединенная стоимость целевой и покупающей фирм в среднем возрастала на 7,48% (на 117 млн. долл. в 1984 г.). Любопытные результаты предоставляет эмпирическое исследование, проведенное в 1991 г. по данным австралийского рынка корпоративного контроля Стивеном Бишопом, обнаружившим, что известия о приобретении крупного пакета обыкновенных голосующих акций и раскрытие информации о сделанном приобретении приводят к росту цен акций компании в среднем на 10 – 13%. В том же 1991 г. Чои, используя данные американского рынка корпоративного контроля по выборке из 322 корпораций-целей, получил почти такие же результаты.

Большинство российских предприятий также имеют мало шансов на дальнейшее существование без реструктуризации, и наиболее значимый ее эффект – многократный рост оборотов компании и стоимости бизнеса в целом за 3 – 5 лет.

По мнению К. Дмитриева, основной задачей реструктуризации бизнеса является создание бизнес-системы, которая будет отвечать долгосрочным задачам собственников и развиваться в соответствии с требованиями окружающей среды. Е.С. Федорова утверждает, что отечественным компаниям не удастся избежать тенденции к укрупнению капитала, если они хотят быть конкурентоспособными как на локальном, так и на международном уровне, кроме того, успешная консолидация отрасли – важное условие к достижению критической массы для выхода на фондовый рынок (существует мало примеров, когда критическая масса для листинга была достигнута органическим ростом, зато примерам, когда она была достигнута через предварительную консолидацию отрасли, нет числа), поэтому компании предпочитают сначала наращивать капитализацию через слияния, а потом выходить на фондовый рынок.

В настоящее время сделки слияний и поглощений играют важную роль в российской экономике. По данным ИКГ «КонсалтПром» (2005 г.), объем сделок M&A составил порядка 32,9 млрд. долларов. Конечно, значительную часть в этом объеме занимает сделка по приобретению «Газпромом» ОАО «Сибнефть» за 13,09 млрд. долларов. В то же время, в России нет ни одной отрасли, в которой не протекали бы процессы M&A, и нет практически ни одного предприятия, которому не поступало бы предложение о покупке либо которое не было бы подвергнуто атаке рейдеров. В ведущих российских корпорациях осуществление сделок M&A даже превратилось в самостоятельное стратегически приоритетное направление развития. Так, в ГМК «Норильский никель» создано отдельное подразделение по слияниям (поглощениям). Очевидно, что высокая степень неопределенности результатов реструктуризации бизнеса в форме M&A требует наличия всеобъемлющего критерия оценки эффективности этого процесса. В качестве такого критерия как раз и выступает эффект синергизма.

Е.С. Федоровой на основе анализа 14 сделок интеграции компаний, 6 из которых присутствуют в торговой системе РТС и на ММВБ, была представлена выборка, отражающая изменение курса акций российских компаний в результате проведения сделок слияний и поглощений (таблица 1).

*Таблица 1*

**Прирост курса акций объединяемых компаний**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| № п/п  | Увеличение (уменьшение) курса акций компании-покупателя с 01.01.2003 по 01.01.2005  | Увеличение (уменьшение) курса акций компании-цели с 01.01.2003 по 01.01.2005  |
| 1 | ОМЗ + 20% | Силовые машины + 2% |
| 2  | «Северсталь» + 14,3%  | Rouge Steel  |
| 3 | ОАО «Роснефть» + 9,8% | ОАО «Юганскнефтегаз» + 3,2% |
| 4 | ОАО «Газпром» + 15% | ЗАО «Севморнефтегаз» + 1,3% |
| 5 | ОАО «Вымпелком» + 43% | Кар-Тел |
| 6 | МТС + 1,4% | Uzdunrobita |

Результаты исследования показывают, что на российском фондовом рыке процессы объединения компаний положительно сказываются на курсах акций, благосостояние акционеров компаний-целей растет, а благосостояние акционеров компаний-покупателей в среднем не ухудшается. Поскольку в анализируемых случаях все российские компании получили положительный эффект от объединения, то повышение курсов акций может быть объяснено мотивом синергии, который на сегодняшний день остается ведущим для российских компаний.

В настоящее время одними из наиболее часто указываемых экспертами причин неудачных слияний и поглощений являются неверная оценка поглощающей компанией привлекательности рынка или конкурентной позиции поглощаемой компании, недооценка размера инвестиций, необходимых для осуществления сделки по слиянию или поглощению, неверная оценка активов интересующих компаний или их обязательств. Кроме того, нередко покупатели не учитывают снижение доходов в результате объединения компаний, связанных со сбоями в управлении компанией, иначе говоря, «диссинергию» доходов. В результате многие слияния, которые казались экономически обоснованными, потерпели неудачу из-за ошибок, допущенных в процессе оценки эффективности осуществляемой сделки.

Поэтому требуется дальнейшая систематизация и научная проработка вопросов оценки стоимости компаний для целей слияний, нужна статистика сделок, их анализ, требуются базовые методики. Ответ на вопрос, создает ли сделка дополнительную стоимость (синергию) акциям компании, помогает не только принять решение о совершении сделки, но и правильно оценить возможную цену приобретения.

Прежде всего, при разработке методики оценки эффекта синергизма от слияния и поглощения компаний следует рассмотреть возможность применения трех стоимостных подходов, традиционно применяемых в оценочной деятельности: доходного, сравнительного (рыночного) и затратного (имущественного).

При оценке эффекта синергизма на основе сравнительного подхода величину данного эффекта можно рассчитать лишь на основе прогнозируемых значений прироста курсовой стоимости акций объединяемых компаний. Возможность такой оценки представляется довольно проблематичной, так как сложно точно спрогнозировать увеличение или уменьшение курсовой стоимости акций компании-цели и компании-покупателя в силу того, что в настоящее время не по всем сделкам интеграции компаний существует подробная информация, сложно подобрать компанию-аналог. Кроме того, как отмечает Е. С. Федорова, не бывает двух абсолютно идентичных слияний, поэтому в расчетах стоимости методами сравнительного подхода экспертно определяются и используются некие усредненные рыночные мультипликаторы, к тому же, сравнительный подход не позволяет выявить и оценить все потенциальные источники синергии, а это снижает точность результатов. Поэтому естественно, что оценка эффекта синергизма, произведенная на основе сравнительного подхода, даст лишь его приблизительное значение.

Итак, несмотря на то, что существует довольно много методов оценки эффекта синергизма при планировании сделок слияний и поглощений, все они требуют внесения значительных модификаций. Необходимо разработать универсальный метод оценки эффекта синергизма, с помощью которого станут возможными учет и оценка всего спектра проявления форм эффекта синергизма (как количественных, так и качественных) от слияний и поглощений компаний. Обобщив точки зрения различных отечественных и зарубежных авторов, занимающихся исследованием эффекта синергизмп в экономике, можно сказать, что все они сходятся в одном: безусловно, сделки по слиянию (поглощению) компаний зачастую обеспечивают проявление эффекта синергизма, который на сегодняшний день выступает одним из ведущих мотивов заключения подобных сделок и выражается в приросте курсовой стоимости акций компании-покупателя и компании-цели в результате превышения капитализации объединенных компаний над суммой капитализации компаний до их объединения. Таким образом, эффект синергизма может выступать в качестве критерия отбора перспективных сделок M&A, а результаты, полученные в ходе его оценки, могут и должны влиять на принятие решений о покупке.

**Список литературы**

1. Авхачёв Ю.Б. Международные слияния и поглощения компаний: новые возможности предприятий России по интеграции в мировое хозяйство. – М.: Научная книга, 2005. – С. 3 - 5.

2. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов. – Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – С. 929 - 931.

3. Коупленд Т., Колер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес»,2005. – С. 344.

4. Гукова А.В., Аникина И.Д. Оценка бизнеса для менеджеров: Уч. пос. – М.: Изд-во «Омега-Л», 2006. – С. 118 - 119.

5. Эванс Фрэнк Ч., Бишоп Дэвид М. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях / Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – С. 18.